

米国で急増する SPAC と投資者保護への懸念

SEC も複数のガイダンスを公表し、警戒

ニューヨークリサーチセンター 主任研究員 鳥毛 拓馬

[要約]

- 2020年の米国における新規株式公開（IPO）は記録的なブームとなり、とりわけ特別目的買収会社（SPAC）のIPOが急増しIPO全体の50%以上を占めた。2019年以前の過去10年間のSPACによる資金調達額・件数の合計を超える規模となり、引き続き2021年もSPACのIPOは急増している。
- SPACは、IPOを通じて資金を調達し、その資金で後に非上場企業を合併することを目的としている。
- SPACを通じて上場する被合併企業のメリットとしては、通常のIPOと異なり、被合併企業とSPACとの交渉で1株あたりの価格が決定されるため、確実性のある価格で公開できる点が挙げられる。また、SPACに投資する投資家のメリットとして、魅力的な合併対象企業を発掘・交渉し、合併後の企業価値向上を支援するSPAC経営者（スポンサー）の手腕に賭けることができる点が挙げられる。
- 一方、スポンサーが、一定期間内に合併を完了させるプレッシャーや報酬を得る動機から、投資家に不利な条件で合併を完了させるインセンティブを持つ可能性があるなど、スポンサーとSPAC株主の経済的利益が異なり、利益相反の可能性があることも指摘される。
- SPACの増大に伴いSECも警戒を強めており、今後は投資者保護の観点から開示等を含めた規制強化も検討される可能性があるだろう。

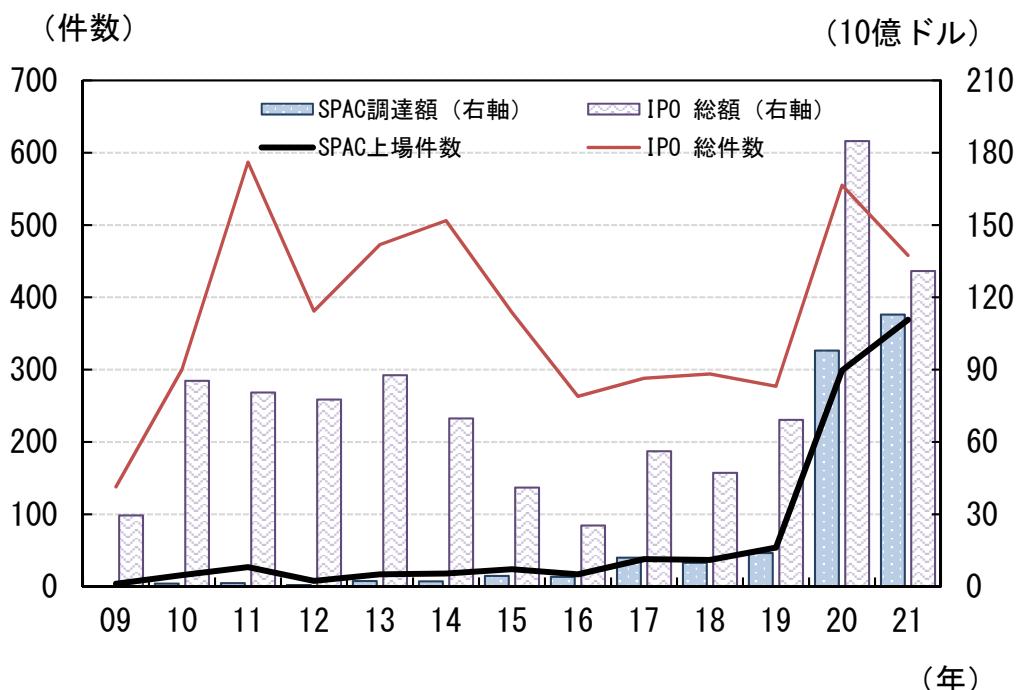
1. 急増する SPAC の IPO

コロナ禍による2020年の米国経済の落ち込みにもかかわらず、2020年の米国における新規株式公開（IPO）は、記録的なブームとなった。米国でIPOにより調達された資金は約1,840億ドル、実施件数は554件と前年比で金額は2.7倍、件数は2倍となった。とりわけ特別目的買収会社（Special Purpose Acquisition Company:SPAC）のIPOの急増が目立った。SPACがIPOを通じて調達した資金は約980億ドルで、299件実施された。これは、IPO全体の50%以上を占

め、2019年以前の過去10年間のSPACのIPOによる資金調達額・件数の合計を超える規模となつた。SPACのIPOが急増した背景には、非上場企業によるSPACとの合併を通じた上場への需要が高まっていることや、新型コロナウイルスの影響により不確実性が高まる投資環境において、投資家による投資対象の見通しや将来の収益予想が課題となる中、能力のあるSPACスポンサーが投資機会を特定する仲介者として機能したこと、などが指摘される。

SPACのIPOは2021年も増加しており、本稿執筆時点(3月16日)で調達額約1,130億ドル、件数も369件と既に2020年を超えている。まさにSPAC「バブル」とも言える状況である。

図表1 米国のSPACの上場件数・調達金額



(注)「SPAC調達額」は、SPACがIPOを通じて調達した資金。「SPAC上場件数」は、SPACのIPOの件数。
(出所)ブルームバーグより大和総研作成

2. SPACとは

SPACは、IPOを通じて資金を調達し、その資金で後に非上場企業を合併することを目的としている¹。SPACはIPOの時点で特定の事業活動を行っておらず、合併先も特定されていないことから、ブランク・チェック・カンパニー(blank check company)の一種とされる。合併された企業は通常のIPOを経ることなく上場企業になることができるため、「裏口」上場などとも言わされている。

¹ 本レポートについては、議会調査局(Congressional Research Service) “SPAC IPO: Background and Policy Issues” September 29, 2020、SEC “What You Need to Know About SPACs - Investor Bulletin” Dec. 10, 2020、およびMichael Klausner, Michael Ohlrogge, Emily Ruan, “A Sober Look at SPACs” October 28, 2020を参照した。

(1) SPAC の IPO

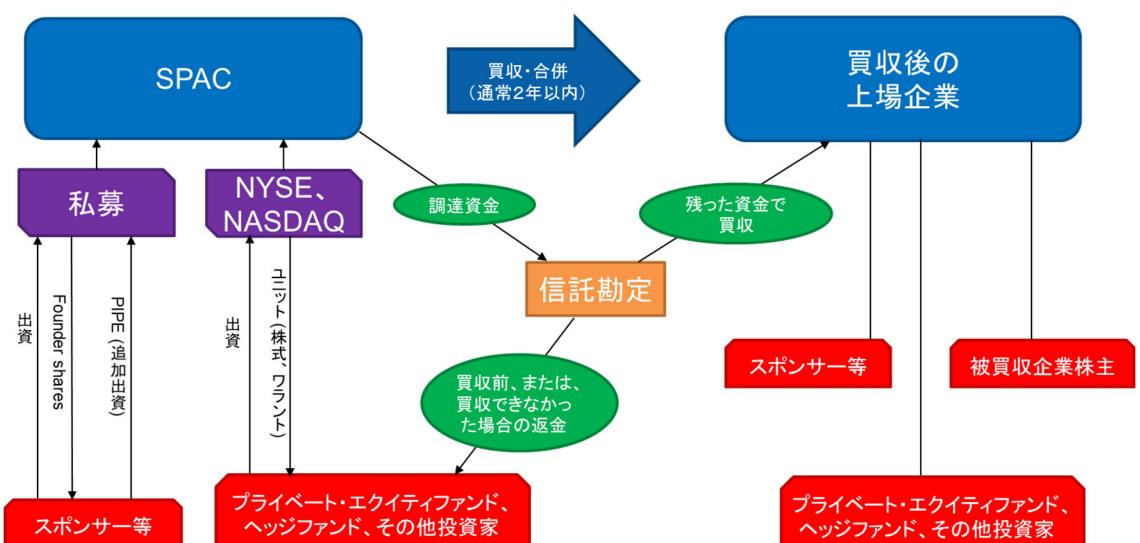
SPAC は、スポンサー等が設立した会社が、IPO によりニューヨーク証券取引所や NASDAQ に上場されることからスタートする。IPO の際には、通常の IPO 手続きと同様に、引受業者の選定、証券取引委員会 (SEC) に登録届出書の提出、投資家へのロードショーの実施、開示プロセスがある。SPAC は IPO の時点で特定の商業活動を行っていないため、結果として、SPAC の IPO は通常の IPO より迅速に行われ、当局による詳細な精査も行われない。また、財務や事業に関する開示情報は、通常の IPO より少ないものとなる。

スポンサーには、プライベートエクイティファンドや、S&P 500 の CEO 経験者、スポーツ選手などの著名人などが就任する。IPO に先立ち、スポンサーは、IPO による資金調達額の 25% (または IPO 後の株式の 20%) に相当する株式 (Founder shares) を取得する。これはプロモーターと呼ばれ、合併により合併後企業の株式に転換されるものであり、SPAC を設立したスポンサーの報酬となる。

SPAC の IPO の際に、投資家は、出資により SPAC の普通株式 1 株と合併後に行使可能なワラントなどで構成されるユニットを受け取ることが多い。1 ユニットの価格は一律 10 ドルに設定される。また、ワラントには、将来 1/4 株から 1 株の株式を取得できる権利が付与され、行使価格は 1 株あたり 11.50 ドルに設定される。IPO 後、投資家はユニット、株式、ワラントを別々に取引することができる。

IPOによる調達された資金の90%以上は信託勘定に保管され、米国債などで運用される。信託勘定に置かれた調達資金は合併に利用されるほか、合併できずにSPACが清算される場合に株主に返金されたり、スポンサーによる合併の提案時に反対する株主が償還権行使し、株式が償還されたりする場合に利用される。株主による多額の償還があり合併資金が不足する場合には、スポンサー等により私募(Private investment in Public Equity:PIPE)やローンでの追加資金調達が行われる。

図表2 SPAC の全体像



(出所) 各種資料より大和総研作成

(2) SPAC による非上場企業の合併

通常 2 年（最大 3 年）以内に、SPAC は合併対象企業を特定し、実際に合併を完了することになっている。合併には株主の投票が必要とされる場合がある。合併対象企業は、信託口座に保管されている資産の価値の少なくとも 80% 以上の公正市場価値を有する必要がある。SPAC が合併を完了すると、非上場の被合併企業は上場会社となる（de-SPAC 取引と呼ばれる）。SPAC の投資家は、SPAC による合併を通じて被合併企業の株主となる。合併後企業は、NASDAQ や NYSE の上場規則を満たさなければならない。

3. SPAC のメリット・デメリット

メリット

SPAC を通じて上場する場合の被合併企業のメリットとしては、会社の市場需要に基づき 1 株あたりの価格が設定される通常の IPO と異なり、被合併企業と SPAC との交渉で 1 株あたりの合併の対価を固定価格で設定できる点が挙げられる。特に市場のボラティリティが高まっている時期において、合併の対価を柔軟かつ確実に設定できる点は、被合併企業にとって大きなメリットとされる。また、通常の IPO と比べて上場までの期間を短縮化できることや、経験豊富な SPAC スポンサーとの連携により、企業価値が向上する可能性があることなどが指摘される。

SPAC に投資する投資家にとっては、魅力的な非上場企業を発掘・交渉し、合併後の企業価値向上を支援するスポンサー等の手腕を通じて、投資対象の選択肢を拡大する機会を得られるというメリットがあるとされる。また、SPAC による買収・合併に反対であれば、株式の償還により SPAC から離脱することが可能である（合併の賛否に関係なく離脱も可能）。投資家は、ワラントが付与される（株式を償還しても継続保有が可能）ことで、合併後会社の株価が上昇した場合に大きなリターンが得られることもメリットとされる。

デメリット

一方、被買収企業のデメリットとして、SPAC 株主が償還権を行使することで、SPAC が合併を完了するための資金が不足したり、合併に反対する株主が多く、合併が成立しないリスクがあるとされる。

また、投資家については、SPAC による合併後企業の株価は、1 年以内に 3 分の 1 以上下落する傾向があり、合併後まで SPAC 株式を保持する投資家のリターンは低い傾向にあることがリスクとして指摘されている。さらには、SPAC スポンサーに付与されるプロモートや離脱した投資家が行使するワラントが希薄化要因となることや、スポンサーが、一定期間内に合併を完了させるプレッシャーと報酬を得る動機から、投資家に不利な条件で合併を完了させるインセンティブを持つ可能性（利益相反の可能性）があることも指摘される。

4. SPAC に対する SEC の対応

SPAC の増大に伴い、SPAC に対する懸念・問題も指摘されるようになった。こうした懸念に対処するため、2020 年 12 月に SEC が 2 つのガイダンスを公表した。一つ目は、投資家が SPAC への投資を検討する際に知っておくべき基礎的な事項を、SPAC が合併する前の段階と合併時の二つに分けて、個人投資家向けに解説するものであり、投資家に対して注意喚起したものと言える²。

二つ目は、SPAC 自体の開示ガイダンスである³。SEC スタッフ見解として、SPAC スポンサー等の経営陣の経済的利益は、SPAC 株主の経済的利益とは異なることが多い、株主に特定の企業結合を推奨するかどうかを決定する際に利益相反につながる可能性がある旨を指摘している。SEC は、SPAC に対し、これらの潜在的な利益相反および SPAC のスポンサー、取締役、役員、および関連会社の経済的利益の性質に関して投資家に明確な開示を提供するよう助言するものである。

さらに 2021 年 3 月には、映画スターやプロのアスリートなどの著名人が支持したり、スポンサーになっていたりするということのみを信頼して SPAC に投資しないよう投資家に対して警告を発出した⁴。

5. 今後の行方

昨年から続く SPAC の急増が一過性のものかについては見解が分かれることろであり、今後も同じペースで増加するかどうかを予測することは困難である。しかしながら、SPAC の IPO 時点での投資家は、将来合併される会社を知らずに SPAC スポンサーの力量に賭けて投資するという点で、非常にリスクの高い投資と言えるにもかかわらず、その具体的な仕組みや商品性を理解しないまま投資している個人投資家もいるとされることは懸念事項である。

オバマ政権で金融規制強化を主導し、バイデン政権が次期 SEC 委員長に指名したゲンスラー氏は SPAC の急増に対する警戒を強めており、今後は投資者保護の観点から開示等を含めた規制強化も検討される可能性がある。

非上場企業が上場する選択肢として、従来の IPO に加え、SPAC が活用できることは非上場企業や投資家にとって評価される面がある一方、投資者保護の観点からは、SEC スタッフが示したような適切な開示が行われることが重要になるものと思われる。

SPAC 「バブル」の先行きは、SPAC の具体的な仕組みや商品性に対する認識が幅広く投資家に行きわることや規制の行方によっても、大きく左右されることになるだろう。

【以上】

² SEC “What You Need to Know About SPACs - Investor Bulletin” Dec. 10, 2020”

³ SEC “CF Disclosure Guidance: Topic No. 11” December 22, 2020

⁴ SEC “Celebrity Involvement with SPACs - Investor Alert” March 10, 2021